

日本におけるレポ市場の発展

—その特徴と今後の課題—

中 島 将 隆

はじめに

皆さんこんにちは。ただいま紹介していただきました中島です。伝統のある証券セミナーで報告の機会を与えていただき、大変光栄に思っております。

今日は、御案内のように、日本のレポ市場の歴史と現状、そして今後の課題について、常日ごろ考えていることをお話しさせていただきたいと思っています。

皆さんのお手元には資料とレジユメがありますので、資料と対照しながら話をさせていただきたいと思っています。

(1) 最大の短期金融市場—レポ市場

お手元の図表1をごらんいただきたいと思います。日本のレポ市場は、図表1で見ますように、コール市場や譲渡性預金市場、政府短期金融市場、短期国債市場を上回る最大の短期金融市場です。

コール市場は、平成一三年に量的金融緩和政策

日本におけるレポ市場の発展

図表 1 拡大する日本のレポ市場

(単位：兆円)

年 月 末	コール市場			レポ市場			譲渡性預金	政府短期証券	短期国債
	無担保コール	有担保コール	残高合計	現先	債券レポ	残高合計			
13年3月(2001)	18.1	9.0	27.1	26.8	57.1	83.9	49.2	47.6	33.3
6月(2001)	10.7	7.1	17.8	12.7	46.5	59.2	47.2	52.9	32.2
9月(2001)	8.8	10.0	18.8	8.8	46.6	55.4	50.8	45.8	31.5
12月(2001)	6.9	10.2	17.1	6.1	45.1	51.2	44.7	42.5	31.1
14年3月(2002)	8.5	10.7	19.2	9.1	45.5	54.6	33.9	49.6	32.6
6月(2002)	6.0	10.5	16.5	7.7	38.8	46.5	31.0	56.9	32.7
9月(2002)	4.6	11.6	16.2	7.6	47.1	54.7	33.8	48.2	34.7
12月(2002)	4.2	10.8	15.0	10.2	37.0	47.2	30.5	43.5	35.3
15年3月(2003)	3.9	11.4	15.4	13.5	45.3	58.8	28.1	57.5	43.4
6月(2003)	6.5	11.6	18.2	14.4	44.0	58.4	29.8	68.1	37.2
9月(2003)	3.9	12.5	16.4	21.0	53.4	74.4	29.5	67.2	37.5
12月(2003)	6.2	12.5	18.8	17.0	48.3	65.3	30.8	70.3	39.4
16年3月(2004)	4.4	14.2	18.6	17.9	54.4	72.3	30.2	86.1	40.6
6月(2004)	5.7	12.9	18.6	21.4	54.7	76.1	33.0	99.9	42.2
9月(2004)	4.5	12.9	17.5	23.6	60.7	84.3	33.0	86.8	46.1
12月(2004)	5.8	12.4	18.2	23.1	58.3	81.4	30.6	85.9	46.3
17年3月(2005)	4.8	12.6	17.5	23.0	61.8	84.8	29.2	96.0	46.6
6月(2005)	6.8	13.2	20.1	24.3	56.6	80.9	29.8	97.1	47.6
9月(2005)	5.8	13.0	18.9	25.3	64.2	89.5	27.3	91.0	48.9
12月(2005)	7.5	13.5	21.1	28.1	58.2	86.3	30.5	90.0	50.7
18年1月(2006)	7.7	13.3	21.1	29.6	62.3	91.9	30.1	90.1	50.4
2月(2006)	8.7	13.1	21.9	31.0	64.0	95.0	29.4	90.8	50.4
3月(2006)	8.5	13.0	21.5	30.1	75.3	105.4	28.8	97.6	51.3
4月(2006)	9.7	12.0	21.8	30.2	69.5	99.7	30.2	102.9	50.9
5月(2006)	10.8	9.8	20.7	31.6	68.1	99.7	26.8	101.0	50.5
6月(2006)	11.0	9.5	20.5	27.1	63.6	90.7	29.3	100.0	51.9
7月(2006)	12.1	8.3	20.4	26.1	63.5	89.6	30.7	96.1	51.5
8月(2006)	12.6	8.3	21.0	23.8	64.5	88.3	30.5	94.4	51.2
9月(2006)	9.1	10.7	19.9	24.5	66.5	91.0	28.5	94.6	48.0
10月(2006)	11.1	8.4	19.5	26.4	61.5	87.9	30.2	97.2	47.6
11月(2006)	11.5	8.6	20.2	31.5	67.2	98.7	31.4	97.5	47.0
12月(2006)	12.4	9.3	21.7	28.9	64.9	93.8	31.1	96.4	46.4
19年1月(2007)	13.6	8.8	22.4	34.6	63.5	98.1	30.3	95.9	43.8
2月(2007)	16.2	8.9	25.1	37.8	63.3	101.1	28.7	96.8	43.5
3月(2007)	13.0	10.9	24.0	34.1	78.3	112.4	27.1	100.0	41.4
4月(2007)	16.1	8.1	24.2	32.8	69.9	102.7	26.1	107.3	39.4
5月(2007)	14.6	8.7	23.3	32.2	70.4	102.6	27.8	108.1	36.8
6月(2007)	14.7	10.1	24.8	30.7	82.7	113.4	29.5	107.7	31.7
7月(2007)	15.1	8.0	23.1	30.2	75.8	106.0	30.7	104.2	31.1
8月(2007)	12.0	11.1	23.1	24.1	78.5	102.6	30.5	101.9	28.8
9月(2007)	15.0	6.8	21.8	30.4	73.0	103.4	29.2	102.1	28.2
10月(2007)	15.1	7.7	22.8	31.3	74.8	106.1	31.3	101.8	27.8
11月(2007)	14.6	7.8	22.4	31.3	74.9	106.2	32.5	103.5	27.7
12月(2007)	16.6	9.2	25.8	36.7	72.4	109.1	32.2	102.3	27.5

注1. 無担保コール、有担保コール（翌日物）、譲渡性預金は日銀調べ（末残）。ただし、有担保コールは末残合計と無担保コール残高の差

注2. 債券現先は日本証券業協会調べ

注3. 債券レポ（現金担保付債券貸借取引）は債券貸付、額面ベース、日本証券業協会調べ

注4. 政府短期証券、短期国債は財務省調べ

が採用されてから残高が激減し、特に無担保コール市場は数兆円の規模にまで縮小してしまいました。平成一八年三月の量的金融緩和政策の解除、そして同年七月の金利正常化以降、無担保コール市場は増加基調に転換いたしました。市場残高は平成一三年の水準にまで、まだ回復していません。他方、レポ市場は、ごらんのとおり一貫して増加基調にあり、この間、市場残高は実に二倍近くに上がっているわけです。

(2) 重要な機能を果たしているレポ市場

コール市場やほかの短期金融市場とは対照的に、どうして日本のレポ市場は急成長を遂げてきたのだろうか。まず、その原因を考えてみたいと思います。

まず第一に、レポ取引はリスク最小の取引という点にあります。レポ取引は有担保の取引です。

ら、信用リスクはありません。量的金融緩和政策が採用されている間、無担保コールと有担保コールの地位が交代していますが、この地位が逆転したのは、コール市場における信用リスクを回避するためでした。レポ取引は、この信用リスクから解放されています。

また、レポ取引には、マージン・コールを初め、リスクコントロール条項などがあり、債券の市場価格変動からも解放されているリスク最小の取引です。これが、レポ市場が増大した第一の理由であると思います。

次に、国債発行残高が激増し、国債売買高が増加していることが、レポ市場を拡大させている第二の要因だと思います。

債券ディーラーは、国債発行額の拡大とともに、引き受け資金を調達する必要があります。また、債券ディーラーは、不特定多数の顧客に対し

て、自己の勘定で売り向い、あるいは買い向かう必要があります。債券ディーラーは、決済に必要な特定銘柄の国債を調達する必要があります、またディーラーファイナンスが必要となります。

このように、受け渡しに必要な国債、国債引き受けに必要な資金、この資金と国債を債券ディーラーはレポ市場から調達することになります。

レポ取引の一方当事者である機関投資家は、特定銘柄の国債を供給して、品貸料を獲得し、また同時に、調達した資金で、その資金をレポ市場で運用いたします。このように、国債発行額が激増し、また売買高が増大いたしますと、それに照応してレポ市場が当然拡大していくわけであります。

拡大した第三の要因として、金利正常化と共に、大手証券会社などは、レポ市場とコール市場の金利裁定取引に極めて積極的で、この金利裁定

取引がレポ市場を拡大させていると言われています。

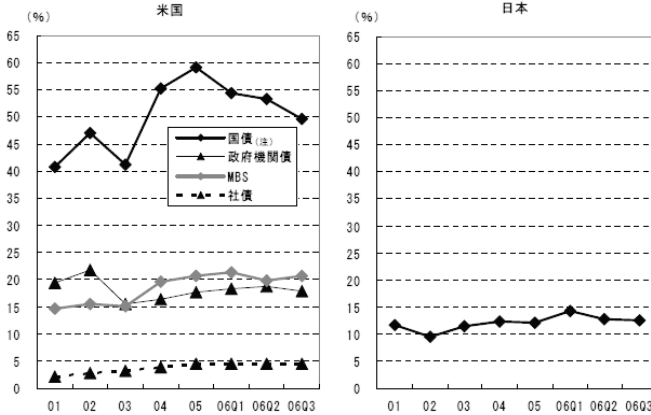
コール市場はインターバンク市場であり、市場参加者は金融機関に限定されています。ところが、日本の場合、証券会社がインターバンク市場であるコール市場に参入することができます。

インターバンク市場に証券会社が参入できるのは、日本だけの大きな特徴だと思います。正確な統計があるわけではありませんが、金利正常化以降、大手証券会社や外国証券会社は、金利裁定取引に極めて積極的で、この金利裁定取引がレポ取引の過半を占めていると言われています。

(3) 潜在的な市場拡大の可能性―日米比較

このように、レポ市場は、この間、ずっと拡大を続けてきましたが、日本のレポ市場はさらなる拡大が予想されます。

図表2 国債等の発行残高とレポ・債券貸借残高の比率



出所：日本銀行「米国短期金融市場の最近の動向について」2007年2月22日

注1. 原資料：FRB “Flow of Funds”、The Bureau of the Public Debt “Monthly Statement of the Public Debt of the United States”、FRBNY “Primary Dealer Statistics”、日本銀行「公社債発行・償還および現存額（国内起債分）」、日本証券業協会「債券貸借取引状況」「公社債投資家別現先売買月末残高」

注2. 非市場性国債を除く。

図表2を見ていただきたいと思います。

これは、日米の国債発行残高とレポ市場残高を比較したものです。レポ市場は、国債増発とともに拡大してきましたが、国債残高に対するレポ市場の残高比率は、日本の場合、この図で見ますように、約一〇％です。他方、アメリカの場合、アバウトですが、大体五〇％ぐらい。アメリカのレポ取引は、国債だけでなく、MBSや社債も担保になっていますが、日本の場合は国債だけです。

こうした違いはありますが、アメリカの市場規模と比較すれば、日本のレポ市場は更なる拡大の余地がある、ということができるとおもいます。

(4) レポ市場の課題

レポ市場が拡大を続け、更なる拡大が予想されるわけですが、市場の現状を見てまいりますと、

順風満帆というわけにはいかない。この市場は、大きな難問と課題を抱えていると思います。

日本のレポ市場は、先ほどの図表1で見ましたように、債券レポと現先から構成されています。債券レポとは、現金担保付債券貸借取引のニックネームで、現担レポとか、『日本版レポ』ともいわれています。

この債券レポは、日本に固有の市場で、貸借形式であること、また担保が逆転しているため、国際標準のレポ市場と比較すると、非常に理解困難な複雑な仕組みとなっています。このため、国際標準である売買形式のレポ市場を創設することが長年の悲願でありました。

そこで、機が熟した時点で、旧現先を再編成して国際標準のレポ市場として新現先を創設したわけです。ところが、この新現先、先ほどの図表1で見ましたように、予想に反して低迷しているわ

けです。

長年の悲願でもあった国際標準のレポ市場を創設したのに、なぜこの市場が拡大しないのか。また、日本版レポ市場というのは、非常に複雑な仕組みになっているわけですが、その複雑な仕組みのレポ市場がどうして圧倒的なシェアを占めているのか。こうした問題を解明しない限り、レポ市場の更なる拡大を期待することはできないと思われます。

一、現先は日本の誇る金融技術革新

(1) 現先は日本のレポ

レポ市場が当面する課題を検討するには、こうした問題が生まれてくる背景、日本のレポ市場の過去と現在を見ていく必要があると思います。

そこで、最初に、有為転変を繰り返した日本のレポ市場を簡単に振り返ってみたいと思います。

「レポ」という用語が日本で使われるようになったのは、最近のことだと思えます。レポというのは、いうまでもなく Repurchase Agreement、買戻条件付売却のことです。このレポ市場は、一九七〇年代末以降、アメリカで典型的に発達いたしました。買戻条件付売却、これは現先取引と同一です。この現先は、既に昭和二四年から二五年に発生しております。昭和四〇年代になりますと、債券の流通市場は現先市場と言っても過言ではありませんでした。

ですから、「レポ」という用語は使われなかったけれども、買戻条件付売却は、昭和四〇年代には大きな比重を占めていたわけです。

何時から日本で「レポ」という用語が使われるようになったのか、いろいろと調べてみますと、

どうも平成二年頃からだと思えます。マーシャ・ステイガムさんの「レポ・リバース市場」、これを榊原さんの監修で東洋経済新報社から出版されましたが、出版されたのは平成二年です。このときに初めて「レポ」という言葉が日本で登場したと思います。

その後、次第にこの言葉は使われるようになって、「現先」という表現から、より一般的な表現であるレポという言葉が市民権を得たと思います。

ただ、この場合、留意すべき問題があります。レポの定義の問題ですが、レポとは狭義の意味では Repurchase Agreement、RP のことです。レポは債券と資金を一定の期間交換するというのが経済的な内容です。その経済的機能の同一性に着目して、単に Repurchase Agreement だけではなく、Securities Lending、債券貸借とか、あ

るいはまた Sell/buy-back、つまり取引も、広い意味でのレポといわれるようになりました。

狭義のレポである Repurchase Agreement、日本では現先、この現先が発生しますのは、周知のことながら昭和二四年から二五年でした。

(2) 現先の機能

なぜこの市場が発生したのかというと債券の応募者利回りが流通利回りよりも低利に、人為的に決定されていたからです。戦後日本の金融政策の基調は、長らくの間、人為的低金利政策にありました。人為的低金利政策下におきましては、債券流通利回りと応募者利回りが乖離します。「乖離」は日本の公社債市場の特徴をあらわすキーワードでした。

応募者利回りが流通利回りより低利に発行される債券、市場の実勢を無視して発行される債券、

そういう債券は売れるはずがないわけでありまして、証券会社には募集残が発生します。そこで、「現売り先買い」と称して、募集残を処理する売買手法として、現先取引が発生したわけです。流動性を欠いた債券に流動性を付与するため現先取引が開発されたのです。現先取引を最初に開発したのは、野村證券の公社債部であったと聞いています。

昭和四〇年代に入りますと、この現先市場は、先ほどもいきましたように、唯一の自由性短期金融市場として非常に重要な位置を獲得します。金利規制がされておりましたから、自由金利市場がなかった。この中で、現先市場が唯一の自由性金融市場として、その機能を代理してきたわけです。

昭和五〇年代に入りますと、現先市場は新たな展開を示すことになります。現先市場は金利メカニズムに基づいて動く市場ですから、金利メカニ

ズムを否定する行政当局、大蔵省、日本銀行は、そういう市場が存在することさえ認めようとせず、鬼っ子扱いだったわけです。その鬼っ子扱いの現先市場は、昭和五十一年三月の大蔵省通達、「債券の条件付売買について」という通達で公認され、証券会社の正式の業務になりました。

現先市場は、昭和五〇年代に入りますと、御存じのように国債の大量発行が始まります。国債の大量発行と同時に、ディーラーファイナンスが必要になってきますから、このディーラーファイナンスの手段として、現先市場が活躍するわけです。

(3) 日本の誇る金融技術革新

このように、日本の現先市場は非常に重要な役割を果たしてきました。現先市場は金利メカニズムが否定されている時代に、金利メカニズムによ

る資金配分が行われる市場でした。

また、日本のレポ市場は、アメリカよりも一歩先に発展し、拡大してきました。アメリカのレポ市場が拡大するのは一九七〇年代の終わり頃からですが、日本はそれに先立つ昭和四〇年代に重要な地位を占めていたわけです。日本の金融技術は欧米と比べて遅れていると言われていますが、遅れているのではなく、政策や制度が金融革新技術の開発を抑制したのだ、と私は常々、思っています。現先取引は、日本の誇る金融革新技術であり、証券界が制約条件下で金融革新技術を開発したことに誇りを感じています。

二、なぜ課税債券の現先市場は消滅したか

(1) 昭和六〇年以降の現先市場

この現先市場は、昭和五〇年以降、消滅してしまいます。アメリカの市場は、一九七〇年代以降、拡大して国際標準の市場に発展しますが、日本のレポ市場は、アメリカより一步先に発展しながら、昭和六〇年以降、消滅してしまうわけです。

昭和六〇年以降、課税債券の現先売買は激減し、図表3でみるように、課税債券の現先比率は数%にまで縮小してしまいます。課税債券とは有価証券取引税が課税される債券で、非課税債券とはF BやT Bなど有価証券取引税が課税されない債券です。日本のレポ市場はアメリカの市場より

も一足先に発展しながら、なぜ、日本とアメリカとは異なる課程をたどることになるのでしょうか。

(2) 有価証券取引税とコスト

昭和六〇年以降、現先市場が消滅した一つの理由は、有価証券取引税がコストとして意識されるようになってきたからです。国債の大量発行とともに、金融自由化が進んでまいりまして、今までなかった自由性短期金融市場が次々と拡大してまいります。

ところが、債券の現先売買には、有価証券取引税が課税されます。有価証券取引税は流通税ですから、税の累増を排除しない。売買するたびに税金がかかってくるという性質の税金です。ですから、短期の売買が繰り返されると、この有価証券取引税の税率は非常に低くても、一万分の一で

(単位：兆円、%)

注1. 『公社債月報』各号より作成
注2. 売買高は東京店頭市場

図表 4 有価証券取引税による現先売買のコストアップ（年率換算）

（単位：％）

現先期間	5 日	10 日	20 日	30 日	60 日
自己現先	2.92	1.46	0.73	0.486	0.243
委託現先	5.84	2.92	1.46	0.973	0.486

（例）自己現先 現先期間10日間、現先レート6％の場合の資金調達コスト……6％+1.46％＝7.46％

委託現先 現先期間10日間、現先レート6％の場合の資金調達コスト……6％+2.92％＝8.92％

出所：大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会『わが国短期金融市場の現状と課題—短期金融市場研究会報告書—』金融財政事情研究会（1990）154頁

あっても、期間が短ければ短いほど、それはコスト高となって反映してまいります。

どれぐらいのコスト高になるかといいますと、図表4をごらんいただきたいと思います。これは、有価証券取引税がどれぐらい現先売買のコストアップ要因になっているのかを計算したものです。例えば、自己現先の場合ですと、現先期間が一〇日間の場合、現先レートが六％であっても、この有価証券取引税によるコストアップ要因は一・四六％になって、結局七・四六％の高利になります。

この図表でご覧のように、取引期間が短ければ短いほど、税のコストは大変な額になって、コスト高によって、他の自由金利市場と競合することができなくなり、それで課税債券の現先売買は消滅してしまうわけです。

そして、現先売買というのは非課税債券、F

B、TBの売買になるわけですが、この売買が現先取引で行われたのは、先ほどいったディーラーファイナンスの役割を果たすものではなくて、単に税制上の対策として事務処理の便宜上、買戻案件付で売買されたのであり、現先市場としての機能を失ってしまうわけです。

(3) 銀証分離の業態規制

課税債券の現先売買が昭和六〇年以降に消滅する第二の原因は、銀証分離という業態規制の結果です。

具体的には、証券会社の買現先が行政指導によつて禁止されたからです。買現先が禁止されますと、証券会社は空売りをやるのが不可能になります。証券会社の買現先というのは、証券会社は現金を担保に債券を調達する取引ですが、お金の流れから見ますと、証券会社は相手にお金を渡

して利子を受け取る、ということになります。お金の流れから見ますと、証券会社の買現先というのは、銀行の資金貸付業務とよく似ている。こういう業務は銀証分離の原則に反するということで、証券会社の買現先は、現先取引が公認された時点で禁止されてしまいます。

そうしますと、新たに証券会社が現先取引を使って証券を調達して空売りをやろうと思つても、やる事ができない。そういう業態規制が現先市場のさらなる拡大を阻止する要因になったと思います。

三、現先の機能を代替した債券貸借取引

(1) 空売りの認可と債券貸借市場の創設

現先の機能が有価証券取引税、さらに、証券会

社の買現先の禁止によって奪われてしまうわけですが、奪われた機能を代替するものとして登場してくるのが、債券貸借取引です。現先市場が機能麻痺に陥った。しかし、レポ市場が必要になってきた。その必要を代替するものとして、債券貸借取引が登場してくるわけです。

外圧によって、平成元年、債券の空売りが認可されました。大蔵省の「債券の空売り及び貸借の取り扱いについて」という事務連絡で、日本でも債券の空売りが認められるようになりました。債券の空売りをするためには、債券を調達する市場が必要です。ところが、証券会社は買現先によって調達することを禁止されております。買現先が禁止されているので、それに代わるものとして、債券貸借市場が創設されたわけです。

しかし、この創設された債券貸借市場も、銀証分離の業態規制の下で債券貸借市場が生まれるわ

けですから、さまざまな規制が課されます。平成元年に創設されたこの債券貸借市場の特徴を挙げてみますと、証券会社が債券を調達する場合には無担保でもよろしい。また、現金を担保にする場合には、付利制限をする。有担保コール無条件物出し手レート、コールレートからマイナス一%。

これが付利金利の上限です。また、債券を調達する場合には、現金を一〇五%積みなさいという一〇五%ルール。要するに、債券貸借取引から資金取引としての性格を一切取り除いたわけです。

債券貸借市場の創設によって空売りが可能となりましたが、この平成元年に創設されました市場は、無担保ですから、信用リスクを潜在化しております。その信用リスクが顕在化するのが、平成七年のベアリング証券の破綻です。

ベアリング証券は無担保で債券を調達していた。ところが、ベアリング証券が破綻することに

よって、日本の銀行は大損害をこうむった。しかし、結果的には、このベアリング証券は、他の外国の金融機関によって救済されますから、実質的には被害をこうむることはなかったわけですけれども、このベアリング証券の破綻によって、無担保の債券貸借取引というのはシュリンクしてしまいました。

(2) ローリング決済方式の導入と現金担保付債券 貸借市場の創設

ところが、ここで、また新たにレポ市場を創設する必要が生まれてまいります。それは、国債のローリング決済の導入です。

Group of Thirty は一九八九年、信用リスクが世界的に拡散しないように、国債の決済はローリング決済でやろうじゃないかという取り決めを行います。日本でも、今までの五・一〇日決済とい

う特定日決済方式から、ローリング決済方式に移行する必要に迫られました。

ローリング決済に移行する、それを実現しようと思つたら、決済に必要な債券を調達するレポ市場が必要となります。しかし、レポ市場を創設しようと思つても、先ほど述べましたように、有価証券取引税がありますから、高コストの債券調達市場になってしまう。そこで、有価証券取引税を回避するために、貸借形式によるレポ市場を創設したわけです。平成八年四月、現金担保付債券貸借市場が創設されます。これは、有価証券取引税を回避するために、売買形式ではなくて、貸借という形をとって、市場が創設されたわけです。

従って、現金担保付債券貸借取引は、当初、「日本版レポ」、あるいは「いわゆるレポ」とかと言われてきました。

ところが、この日本版レポには、冒頭で少し触

れましたように、非常にややこしい問題を含んでいました。というのは、国際標準のレポは売買形式です。しかし、日本版レポは売買形式ではなくて、貸借です。また、国際標準のレポは、債券を担保にして資金を調達しますが、日本版レポの場合は担保が逆転しています。現金を担保にして債券を調達する。それがレポなんです。

ですから、レポ取引における「レポ」というても、国際標準のレポで取引を議論している場合の「レポ」と、日本版レポ取引で「レポ」という場合のレポは逆の取引となります。国際標準の取引では、レポは国債を担保にして資金を調達することですが、日本版レポの場合、レポとは現金を担保にして国債を調達することです。担保が逆転しているから、頭が混乱してしまいます。非常に複雑な市場、わかりにくい市場です。ベテランの外国のディーラーでも、日本のレポ市場の仕組みは

わからない、こういう問題を含んでいるのです。

四、現先市場の復活

(1) 有価証券取引税の廃止と業態規制の撤廃

何とかして国際標準のレポ市場を創設したいというのが長年の課題だったわけですが、機が熟しました。平成十一年三月末、ついに有価証券取引税が撤廃されて、売買形式のレポ市場の創設が可能になりました。また、金融自由化の進展とともに、平成七年には、証券会社の買現先も自由化されました。買現先が自由化されることによって、資金取引と債券取引を一体化したレポ市場の創設が可能になったわけです。

証券会社の買現先の禁止は、行政指導によって行われていたわけですから、この自由化がこういう形で行われたのか興味ある問題でしたが、この

自由化は規制不存在の確認という形で行われました。証券会社の買現先を禁止する規制はありません、という形で自由化が行われた。非常に興味深いプロセスをたどって自由化が実現したわけです。

(2) 国際標準のレポ市場創設が可能—新現先市場の創設

買現先が自由化され、有価証券取引税が撤廃されることによって、国際標準のレポ市場を創設することが可能になり、ついに平成一三年四月、市場が創設されました。そして、翌年、平成一四年四月には、旧現先は新現先に強制移行しました。現先といえば全て新現先ということになるわけです。

この旧現先と新現先、現金担保付債券貸借取引（債券レポ）がどういう特徴を持っているのか、

皆さん御承知のことですが、いま一度、図表5をご覧ください。

三つの取引を比較したのですが、新現先の特徴は、まず、売買形式のレポであるという点、これが第一の特徴です。二番目の特徴は、旧現先には無かったリスクコントロール条項、ヘア・カットとか、マージン・コールとか、リプライシング、こういうリスクコントロール条項が新現先にあります。

また、相手方倒産の場合は、債権・債務を一本化することによって、信用リスクを圧縮するという一括清算条項が設けられています。

このように、新現先というのは、国際標準のレポ市場ということができるわけで、証券界の、そしてまた金融界の長年の悲願がこの時点で達成されたわけです。

図表 5 新現先と債券レポ・旧現先の比較

	新現先取引		現金担保付債券貸借取引 (債券レポ)	旧現先取引
	現先取引	利含み現先取引		
法的位置付け	売買 (買戻し条件付契約)		貸借	売買 (買戻し条件付契約)
取引の性格	資金取引 (債券担保金融)		債券取引 (債券貸借)	資金取引 (債券担保金融) *
	金銭の消費貸借		債券の消費貸借	金銭の消費貸借
担保	国債が中心		現金	短期国債・政府短期証券が中心**
担保の処分	可能		可能	不透明
一括清算事項	あり (基本契約書の1本立て)		あり (個別契約書と基本契約書の2本立て)	なし
リスク・コントロール条項				
(1) ヘア・カット	可		可	なし
(2) リージン・コール	可 (取引相手毎)		可 (個別取引毎)	なし
(3) リトラインセンズ	可		なし	なし
サステナビリティチェーン	あり		なし	なし
会計処理	金融取引		金融取引	売買取引 (金融取引も可)
約定レート	現先レート (資金の運用＝調達レート)		レポレート＝担保金利－貸借料率	現先レート (資金の運用＝調達レート)
簿価の変動	なし		なし	あり (売買処理の場合)
オープンエンド取引	なし	可	可	なし
期中クローボンの帰属	債券の買い手	債券の売り手	債券の貸し手	債券の買い手
取引期間	無制限		1年以内	1年以内 (3ヶ月が中心)

出所：証券業協会資料等により作成

注：*証券会社の買い現先は平成7年まで行政指導により禁止

**昭和60年以降、有価証券取引税が課税される債券の現先売買は消滅。

五、新現先市場の現状

(1) 形骸化している新現先

創設された新現先は数年間で日本のレポ市場の圧倒的比重を占めるだろうと誰もが予想していました。債券レポの場合は、数年を経ずしてコール市場を上回る最大の短期金融市場になりました。新現先市場も債券レポ市場と同じ課程をたどるに違いないと考えていました。ところが、現実にはそうはなっていないのです。

昨年三月以降、日本銀行は短期金融市場を整備するために、レポ市場の調査を行っていました。その前には、さまざまな形で現先取引に関するアンケート調査を行っていますが、日本銀行の資料を拝借して、これから皆さんに御紹介していきます。

図表6は新現先の利用状況を示したものです。

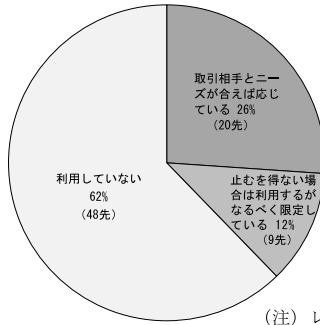
日本銀行はレポオペ先に対して新現先を利用していただくか、アンケート調査を行いました。アンケート調査によりますと、「利用していない」というのが六二%。「止むを得ない場合は利用するが、なるべく利用しないようにする」。「やむを得ない場合に利用する」が一二%です。そして、新現先については、「ニーズが合えば利用する」というのが二六%。新現先の利用状況を見てみると、「利用していない」というのが圧倒的なわけです。

もう少し数字のほうを見てまいりますと、このアンケートの数字は、二〇〇七年五月時点でのアンケート調査です。二〇〇七年五月時点のレポ残高は、先ほどの図表1を見ますと、一〇二兆円です。そのうち、現先が三二兆円、債券レポが七〇兆円です。比率では現先が三〇%、債券レポが七

日本におけるレポ市場の発展

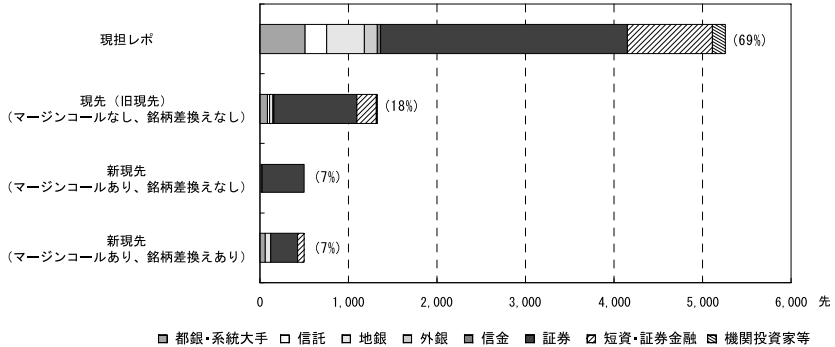
図表 6 新現先の利用状況

問. 現在、新現先取引を利用していますか。



(注) レポ取引を行っている77先。

問. 本年3月末現在、現担レポ、現先の取引契約を結んでいる先は、それぞれ何先ありますか（日本銀行との取引を除く）。



(注) 回答のあった145先が取引先との間で結んでいる契約数の累計値。

出所：日本銀行「金融市場レポート(追録) 短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」2007年6月26日

〇%ということになります。

圧倒的に債券レポのほうが大きいわけですが、しかし驚くべきことは、現先の内容です。図表6の下段では、「日本銀行との取引を除いて、本年三月末現在、現担レポ、現先の取引契約を結んでいる先は、それぞれ何先ありますか」と問われています。回答先の利用状況を見ますと、旧現先が一八%。つまり、マージン・コールなし、そして担保差し換えなしという、いわゆる昔の旧現先が一八%。マージン・コールあり、サブステイチューションなしが七%。そして、新現先の一番大きな特徴であるマージン・コールあり、担保差し換えあり、サブステイチューションありという取引は七%にしかすぎないわけです。

つまり、乱暴な推定をいたしますと、国際標準の新現先は現先の二〇%、レポ取引全体の七%に過ぎず、新現先取引は実は完全に形骸化している

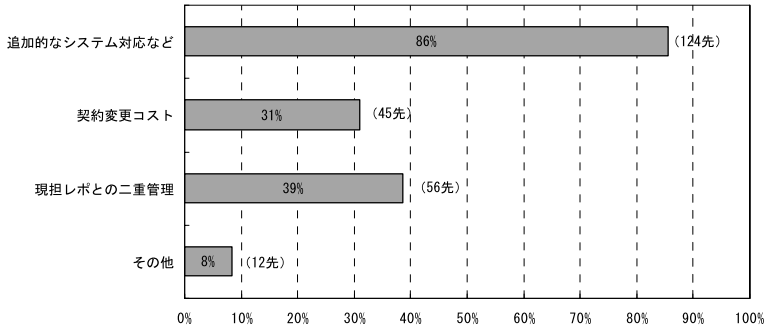
ことがわかるわけです。この数字を見て、もうびっくりいたしました。

(2) 形骸化の要因

では、なぜ長年の悲願でもあった新現先が形骸化しているのでしょうか。新現先の利用実体をみて、まず、これは基本契約書に違反しているのではないかと思いました。そしてもう一度、基本契約書を読み直しました。そうすると、基本契約書はあくまでもひな形にすぎないのであって、顧客との合意によってリスクコントロール条項等々を締結する顧客との合意が得られなければ、旧現先と同じ契約をやってもよろしいということになっていて、マージン・コールなし、サブステイチューションなしという取引も、現実には可能になっていくわけです。法律違反、約束違反ではないわけです。ただし、一括清算条項のみは必須で

図表 7 新現先取引拡大のネック

問. 今後、現先（マージンコールあり、銘柄差換えあり）の契約や取引を増やしていく場合、貴社にとってネックとなるのはどういった点ですか（複数回答可）。



(注) 回答のあった145先。

出所：「金融市場レポート（追録）短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」日本銀行

2007年6月26日

す。あとの、先ほどもいきました新現先の諸特徴につきましては、顧客との合意で決めることになっております。

これが、形骸化している一つの理由です。

もう一つは、インフラ整備にコストがかかるということです。これが形骸化している一番大きい理由だと思います

図表7をご覧ください。図表7は、なぜ新現先取引が拡大しないのかという問題を分析するためのアンケート調査です。

日本銀行のオペ対象先に対して、「新現先の特徴であるマージン・コールあり、サブステイチューションありの契約や、新現先の取引をふやしていく場合、どういう点がネックとなっていますか」というアンケート調査を行いました。図表7でみるように、回答を寄せた圧倒的多数、八六%が追加的なシステム対応がネックになっている

と回答しております。

新現先に移行するには、担保の受け渡しや管理にコストがかかります。そういうコスト負担には、現時点ではとてもたえられない。そのことが、新現先取引を行わない最大の理由というわけです。

そのほかに、契約変更コスト負担の問題、債券レポは日本で定着しているのだから二重投資になる、また収益獲得の気配が少ないから、といった理由が挙げられていますが、インフラ整備のコスト負担が最大のネックとなっています。

(3) 市場参加者の問題点

さらに、市場参加者の問題があります。レポ市場の参加者につきましては、まず現先についてはつきりしているわけです。証券業協会は現先市場参加者の統計を公表しております。その統計に

よりますと、最近時点では、現先市場の参加者は、債券ディーラーと非居住者が圧倒的です。信託銀行はほとんど参入していない。今日の現先市場は、債券ディーラーと非居住者の市場となっております。

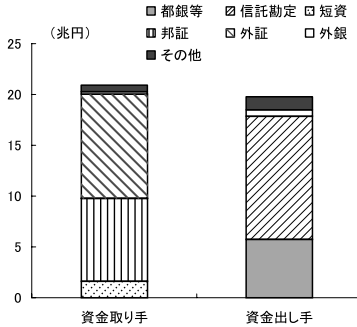
一方、債券レポについては市場参加者の統計がないわけです。ですから、市場参加者の実体は不明です。

ところが、日本銀行のアンケート調査を見ますと、市場参加者を推定することが可能です。図表8をごらんください。レポの出し手と取り手別残高を示した表です。ここでレポという場合には、債券レポ、現先の二つを合計したものです。レポの出し手と取り手別の残高は債券レポと現先の合計です。

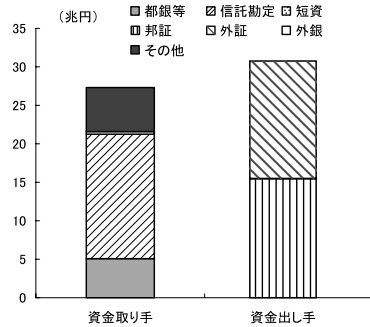
図表8はその取引を、GCレポとSCレポに分けて、市場参加者をみたものです。

図表 8 レポの出し手・取り手別残高 (2006年5月末残)

(a) G Cレポ



(b) S Cレポ



出所 日本銀行「金融市場レポート(追録) 量的緩和と政策解除後の短期金融市場の動向」
2006年7月31日

注1. 信託勘定は、資産管理系信託銀行の信託勘定(投信を含み、貸付信託・指定合同運用金銭信託<元本補てん型>を除く)等の合計。

注2. ネット運用・調達ベース。

注3. 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」より作成

G Cレポのほうを見てまいりますと、資金の取り手は外証と日本の証券会社です。G Cレポの主な資金の出し手は信託銀行と都銀です。信託は約六割と圧倒的なウエイトを占めています。

S Cレポについては、資金の取り手は信託が圧倒的で、約六割、次いで都銀です。S Cレポの資金の出し手を見てまいりますと、外証と日本の証券会社、こういう構成になっています。信託の場合は、S Cで債券を出して資金を調達し、調達した資金をG Cで運用していることがわかります。

証券業協会が発表しています現先市場の参加者の統計を見ますと、さきほどお話ししましたように信託銀行の取引額はネグリジブルです。しかし、この図を見る限り、信託銀行は、G C取引、S C取引の実に六割占めているわけです。つまり、このことからわかることは、信託銀行は、現先取引には参加していないけれども、債券レポに

は参加している、しかも、債券レポの主要なプレーヤーであるということがわかるわけです。

信託銀行は、現先市場には参加せず、債券レポ市場には参加し、かつ、主要なプレーヤーである。なぜ新現先に参加していないのか。こういう大きな問題点が浮かび上がってくるわけです。

六、レポ市場の課題

(1) なぜ新現先市場なのか

当面するレポ市場の諸問題について、どのように対応すべきか、レポ市場の課題について考えてみたいと思います。

まず最初に、債券レポも現先も、同じ経済機能を果たしているわけですから、そして、債券レポが圧倒的比重を占めているのだから、何も新現先の必要はないんじゃないか、債券レポ一本でもよ

ろしいんじゃないか、という議論が一方であるかもわかりません。

しかし、なぜ新現先なのかを考えてみますと、一つは、この新現先市場が国際標準のレポ市場であること、そして、これがクロスボーダーのレポ取引を可能にする取引であること、そういう点から、この市場を育てていくことが大事であると思います。新現先市場の創設は証券界、金融界の長年の課題でもありました。

もう一つは、新現先取引には、一括清算条項があるという点です。一括清算条項があるということは、信用リスクを削減することができるということ非常に大きな意味を持っています。

旧現先の場合は、これはグロスで清算しましたから、一括清算はできませんでした。債券レポの場合は、一括清算が可能でした。しかし、債券レポの契約書は二本立てになっていて、基本契約書

と個別契約書があります。二本立てのどちらがより偉いかといったら、個別契約書のほうが力があるわけです。個別契約書の中に一括清算条項を盛り込まなかったら、クローズアウト・ネットティングというのはできないわけです。

また、当時の日本においては、クローズアウト・ネットティング法がなく、法的にもいろんな問題点があった。解釈論で一括清算ができるじゃないかといわれていたわけです。新現先の場合は、ちょうど平成一〇年にクローズアウト・ネットティング法ができて、法的にもちゃんと担保されることになっております。

また、クローズアウト・ネットティング法は特定金融取引に限定されているわけで、この特定金融取引に新現先が加えられました。ですから、一括清算条項は、この新現先で有効になるわけです。そうすると、金融不安が頻発する中で、こうした

一括清算条項を持つ新現先市場を定着させることは、金融市場の安定のために非常に重要な課題だと思っております。

(2) 効率的な市場育成のためのインフラ整備

新現先市場を定着させていくためには、効率的な市場育成のためのインフラを整備していく必要があります。日本銀行は、去年の三月以降、この問題に取り組んで、今年をめどにして、コスト軽減の工夫の一つとして、日銀への担保差し入れの外部委託、アウトソーシングを行う、そのことによって、コスト負担の軽減を図りたい、そういう計画を立てております。

また、コストを軽減するためには、アメリカの市場からも学ぶ点が多いだろうと思います。日本銀行は、昨年二月に「米国短期金融市場の最近の動向について」という膨大な調査論文を発表し

て、アメリカではレポ取引に伴うコストをどのようにに軽減しているのか、という工夫を紹介しています。

例えば、担保の受け渡しや管理などのバックオフィスアウトソーシングをやるとか、トライパーティー・レポを普及させるとか、トライパーティー・レポをディーラー間で行うGCFレポを導入するとか、電子取引化とかSTP化、その普及です。アメリカの市場からこういうことを学ぶことができると思います。

(3) 信託銀行の参入障壁について

次に、信託銀行の参入障壁の問題です。信託銀行は、本来ならばレポ取引の主要なプレーヤーであるはずですが。ところが、信託銀行は、先ほど見ましたように、債券レポには参加していても、新現先には参入していないわけです。なぜ参入して

いないのか。これは、信託勘定と新現先の基本契約書の整合性に問題があると聞いております。

信託銀行のレポ取引は、個別ファンドごとの決済である。ところが、新現先の場合は、個別ごとじゃなくて、相手方倒産の場合には、売り買い、それぞれを一本化します。一本化するわけで、そうしますと、現状では信託銀行が一括清算を行なえば、委託者が破綻した場合、責任の所在がどこにあるのか、責任の所在が明確でない、だから、信託銀行は参入することができないんだといわれております。

だから、信託銀行が参入できるように歩み寄る必要があります、そのために工夫が必要である、このように考えます。

(4) 市場情報の充実

最後の問題は、市場情報の充実という点につい

てです。レポの価格情報につきましては、これまで日本銀行は集計レポレートを発表していません。

この集計レポレートというのは、日本銀行のレポオペ先から情報を集めて、GCレート、SCレート、現先のレートを発表していたわけですが、その発表していた集計レポレートは、必ずしも市場の現実を反映していないという声が随分ありました。

というのは、レポ取引は、日本銀行と取引のある機関だけではなく、日本銀行と取引を行っていない機関でも活発にレポ取引を行っています。従って、集計レポレートは取引の実態を反映していないというわけです。

市場の取引実態を反映するためにどうしたらいいのかということで、去年の一〇月、集計レポレートに代って新たなレポ指標レートとして東京

レポレートを発表するようになりました。東京レポレートは、レポオペ先だけでなく、レポ取引の主要なプレーヤーの集合レポレートです。東京レポレートが作成され、従来の集計レポレートはなくなりしました。価格情報は、新たなレポ指標レートによって、市場の実勢を反映したレポレートになったということができると思います。

残された別の問題があります。一つは、取引実態を示す統計の整備についてです。債券レポの残高統計というのは、なかなかわかりにくい。債券レポとは、現金担保付債券貸借取引の愛称ですが、債券レポという名前のついた統計はどこにもないわけです。現金担保付債券貸借取引の統計は、もちろん、公表されています。貸借取引の内書に現金担保という項目があり、これが債券レポの統計です。

このような問題は、一般の人ではなかなかわか

らないわけです。債券レポというけれども、その統計はどこにあるんですか、研究同僚からも、何度と同じ質問をされました。この債券レポの統計がだれの目にもわかるような形で統計を整備する必要があります。と思います。

また、先ほどいいましたように、債券レポの市場参加者別の残高あるいは市場参加者、それについては全然公表されていないわけです。市場の実情を知るためには、理解を深めるためには、こうした債券レポについても市場参加者別残高の数字を公表していただきたいと思います。

また、S C取引、G C取引の残高についても、一切統計はないわけです。聞くところによりますと、会員は、G C、S C、それぞれの取引を区分して報告しているようですけれども、報告しているが公表はされていない。やはり、市場の実態を知るためには、こうした統計を整備していくこと

が必要な課題だと思います。

最後に、レポ取引、これはもうスペシャリストの取引です。誇り高き専門家グループによる取引です。この専門家グループは、これは日本だけではなくて諸外国にも共通することですが、仲間内ではか通用しない言葉をつくりたがるんです。そのことが、市場の理解を妨げている一つの要因になっております。

例えば、日本の場合ですと、現金担保付債券貸借取引、これはいろんな愛称がついています。当初は「日本版レポ」、「いわゆるレポ」と言われていました。新現先市場が創設されますと、新しい愛称が加わり、現金を担保にするレポだから「現担レポ」。貸借という形式をとっているから「貸借レポ」。国際標準のレポと担保が逆転していますから、これは「債券レポ」というべきじゃないか。こんなふうに、一つの取引に対してこんなに

たくさんの愛称がついているわけです。一般の人には、金融、証券の初歩的な知識しかない人には、なかなか市場の実態は理解しにくい。こういう専門家でしか通用しない、仲間内でしか通用しない言葉は、なるべく使うことを慎んで、用語を統一してほしい。これは関係者の皆さんに願いまするところであります。

ちょうど時間になりましたので、私の報告を終わらせていただきます。御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

若林常務理事 中島先生、どうもありがとうございます。
いました。

それでは、お時間も若干残していただきましたので、ここで皆様方から御質問、御意見等がございましたらお受けしたいと思います。いかがでございましょうか。

質問者 言葉だけの問題なのですが、S C、G Cとは何のことか、教えていただけますか。

中島 説明不足でも済みません。S Cとは、特定銘柄の債券を調達する場合の取引で、Special Collateralの略です。受け渡しに必要な債券は特定されておりますから、その債券が欲しいんだというときの取引です。G CというのはGeneral Collateralで、債券の銘柄は問わない取引です。G Cでは担保の種類ではなく、資金が問題になるわけです。資金が欲しい、その担保は何でもよろしいというわけです。S C取引は特定銘柄の債券を調達する取引であり、G C取引は資金調達を目的とする取引です。

若林常務理事 ほかにどなたかいらっしゃいますでしょうか。

質問者 現状、レポは、国債だけなのですが、今後、一般事業債とか地方債でレポが行われる可能

性はあるでしょうか。発行残は圧倒的に少ないと思うのですが、起こり得るという可能性について、どう思われるでしょうか。

中島 これからはあると思います。ただ、発行されている債券が、今のところ国債が圧倒的で、ほかの債券は余りありませんから、また金融債も事実上発行停止になったものですから……。ですけども、これから地方債等々が出てくるかもわかりません。しかし、市場流動性が問題になると思いますので、個々の持つ債券の流動性と密接に係ってくるんじゃないかと思います。

アメリカの場合ですと、先ほどもちよつと御紹介しましたように、国債以外にも随分たくさんいろんな種類の債券がありますので、今後は日本もこういうふうになっていくんじゃないかなとは予想されます。住宅抵当証券については、例のサブプライム問題でレポ取引は激減しているようです

が……。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。それでは、私のほうから一点、先生に御質問させていたきたいと思います。

最後に、レポ市場のいくつかの課題を取り上げていただきましたが、それぞれ非常に重要なテーマだと思います。その場合、その手順といいますか、優先順位的には、ここから、まず充実させていったほうがいいのではないかというようなことに関して、先生のお考えをお教えいただきたいと思います。

中島 日本銀行は、効率的な市場を育成するために、価格情報の問題とインフラ整備の問題に取り組んでおられまして、価格情報につきましては、東京レポレートを新たに作るということの一つ解決したと思います。

その次に取り組む課題はインフラ整備の問題

で、先ほど簡単に御紹介しましたが、日銀への担保差し入れの外部委託、アウトソーシングをなるべく早くやりたい、今年中になるべく早くやりたい、こうしたアウトソーシングを考えるとということとは、非常に重要な課題と思います。できるところからやっていこうということだと思います。

ただ、トライパーティー・レポとか、クリアリング・バンクの普及というのは、ちょっと時間がかかる問題だと思います。また、国債清算機構の中でレポ取引の清算を行うといった問題については、なかなかいろんな障害があるようで、これらの課題になるんじゃないかと聞いております。

若林常務理事 ありがとうございます。

ほかに御質問ございませんでしょうか。

質問者 先生、いつもマーケットにいろいろ御報告いただきまして、ありがとうございます。

私ども、まさにその東京レポレートなどを実際

やっている会社なのです。皆さんからよくお聞きするのは、集計レポレートがなくなって東京レポレートになりましたが、東京レポレートには、はっきりいってGCレートしかないのです、SCのチーペストであるとか、カレント銘柄などが、わからなくなりましたねということです。その辺について何かお聞きになっているでしょうか。

なお、現状について補足説明させていただきますと、債券レポの残高については、業界やレポ研のほうで、今、残高の整備という形でやっております。実際問題は平残か何かでないと余り意味がないのではないかと思います、一応月末の業態別残高を出す方向で、いろいろ検討はしております。

それと、SCとGCの取引の残高、これは、別々には報告していません。実際問題はトータルしか、日銀のほうにも協会のほうにも出しており

ません。

それから、先生のおっしゃる新現先か現担レポかという問題の前に、まずもつと日本には非常に大きな問題があります。レポのマーケットが発行残高に対して一〇%しかないという残高の問題です。

当社、昨年の六月ぐらいからレポの電子取引とこののを始めまして、オーバーナイトマーケットでは、SCの取引が拡大している一つの要因になつてると自負しておりますが、まずそちらのほうの流動性を上げる。そこから、例えばレポ取引と新現先との違いを、非参加者と参加者の間でやるとか、旧現先と新現先の間だとかの話がでてくる。要するに規模が、五倍とかになったときに、一括清算条項というのは非常に大事なポイントであるということが、マーケットとして認識されてくると思うのです。マーケットの規模が、日

本では実はまだまだ小さいということが、一番の要因ではないかと思います。

当社も、電子取引であるとか、いろいろなSTP化等に取り組んでおりますので、その辺もまたお話しする機会があれば、させていただきたいと思います。

中島 コメント、どうもありがとうございます。た。

お答えする問題ではありませんが、東京レポレートにつきましては、今までは集計レポレートにはSCレートがありましたけれども、なくなりました。ワーキンググループの議事録を読んでも、まずと、余り重要ではないからとありました。日本銀行にとっては、SCよりもGC、資金取引が問題でしょうから、それでオミットされたのかなと思います。ですが、SCレートが無くなったことは、大変に残念です。日本銀行は保有する国

債銘柄を公表し、また、国債補完供給制度によってSC市場の整備についても関心を寄せています。SCレートを発表している公的機関はありませんから、日本銀行は引き続き、SCレートを公表していただきたかった。ちょっとつれない感じがしました。

SC、GCを区別した残高統計というのは、日本だけではなくて、アメリカもないですね。ただ、市場の実情について多くの市場関係者の皆さんにお会いして、いろいろ教えてもらうわけですが、聞き取り先の多くは、SC、GCの区別をして報告していると聞いているんです。

質問者 管理は当然していただけますけれども、報告レベルでは……。

中島 やっていないわけですか。

質問者 貸しと借りがありますけれども。貸し、借り、期間、その区別はないです。

中島 ある大手短資会社では、報告しているのに協会がまとめて発表してくれないから、市場の実情がよくわからないと聞いたものですから、そういうふうで紹介したわけですけども。どうなんでしょうか。

質問者 短資協会のほうにもかしたら出していらっしゃるのかもしれませんが、証券業協会への報告書とか、日銀への報告書には、そのSC、GCの区別はないです。

中島 じゃ、会員の方が区別して報告しておられるわけではない……。

質問者 そうですね。

中島 そうですね。どうもありがとうございます。

質問者 ただ、今回いろいろ改正しようとしている中で提案はしています。ただ、なさそうですけども。

中島 レポ研でやっておられるわけですか。

質問者 はい。

中島 じゃ、レポ研のメンバーの方も、今日は多分御出席だと思うので、お願いしたいのですが、証券業協会のホームページに、現先に関するホームページが公開されるようになりました、レポ研でこういう議論をやっているのかということが出ておりまして、非常に参考になっています。ですがホームページの更新が少ないので、できるだけ情報をお願いしたいと思います。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。それでは、これで本日の証券セミナーを終了させていただきますと思います。

中島先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

中島 レポ市場は非常に重要な市場で皆さん方にお会いして、市場の現状についてご教示をえてい

るのですが、これからずっとこの問題について勉強していきたいと思いますので、どうぞよろしくお願いします。

どうもありがとうございました。(拍手)

(なかしま まさたか・甲南大学名誉教授
当研究所特別嘱託研究員)

(この講演は、平成二〇年二月四日に開催されました。)

中 島 将 隆 氏

略 歴

学歴、職歴など

昭和39年 3 月 大阪市立大学経済学部卒業
昭和46年 3 月 大阪市立大学院経営学研究科修士課程修了
昭和46年 4 月 (財)日本証券経済研究所大阪研究所 研究員
昭和49年 3 月 大阪市立大学大学院経営学研究科博士課程修了
昭和53年11月 第21回日経・経済図書文化賞『日本の国債管理政策』東洋経済新報社
昭和57年12月 神戸大学経済学博士
昭和58年 3 月 (財)日本証券経済研究所大阪研究所退職
昭和58年 4 月 神戸学院大学経済学部教授
昭和62年 3 月 同退職
昭和62年 4 月 甲南大学経済学部教授
平成19年 3 月 同退職
平成19年 8 月 (財)日本証券経済研究所 特別嘱託研究員

論文など

「現先市場の復活と新たな展開」『証券経済研究』平成17年 3 月
「長期信用銀行の消滅と金融債発行の停止」『証研レポート』平成18年 4 月
「40年の歴史を閉じた国債シ団引受発行」『証研レポート』平成18年 8 月
「旧現先と新現先の基本契約書について」『証研レポート』平成18年12月
「日本のレポ市場の現状と課題」『証研レポート』平成19年 6 月
「なぜ新現先は形骸化しているのか」『証研レポート』平成19年 8 月
「新たなレポ指標レート『東京レポレート』」『証研レポート』平成19年12月

(レジュメ)

日本におけるレポ市場の発展—その特徴と今後の課題—

2008年2月4日

中島将隆

はじめに

- ・最大の短期金融市場：レポ市場
レポ市場残高＝現先＋債券レポ
- ・重要な機能を果たしているレポ市場
 - ☆流動性の供給
 - ☆国債市場を支えるレポ市場
 - ☆証券会社：コール市場とレポ市場の金利裁定取引
証券会社のインターバンク市場（コール市場）参入＝日本固有の特徴
証券会社によるインターバンク市場とオープン市場との金利裁定取引の拡大
- ・潜在的な市場拡大の可能性
日米比較
- ・ここで取り上げる問題
日本の市場の特徴
レポ市場の現状と課題

1. 現先は日本の誇る金融革新技術

(1)現先は日本のレポ

- ・レポ Repurchase Agreement 買戻し条件付売却（条件付債券売買）
売買形式による資金取引
1970年代末以降、アメリカで典型的発達
- ・現先 昭和24～25年 現先取引の発生
現先は日本のレポ
何時からレポという用語が日本で使われるようになったか
- ・レポの定義
狭義のレポ：Repurchase Agreement
広義のレポ：RP、Securities Lending、Sell/buy-back

(2)現先の機能

- ・現先市場の発生：
戦後日本の金融政策の基調：人為的低金利政策
応募者利回りと流通利回りの乖離
流動性のない債券に対する流動性の付与

日本におけるレポ市場の発展

- ・ 現先市場の発展：昭和 40 年代
金利規制下における唯一の自由性短期金融市場
- ・ 現先市場の新たな役割：昭和 50 年代
現先市場の公認 大蔵省通達「債券の条件付売買について」昭和 51 年 3 月
国債大量発行とディーラーファイナンス

(3) 現先は日本の誇る金融革新技術

2. なぜ課税債券の現先市場は消滅したか

(1) 昭和 60 年以降の現先市場

- ・ 課税債券の現先市場消滅

(2) 有価証券取引税とコスト

- ・ 国債大量発行と金融自由化の進展
現先市場と競合する自由性短期金融市場の拡大
- ・ コスト高の現先市場
 - ☆ 現先売買：有価証券取引税が課税
 - ☆ 有価証券取引税：流通税 税の累増を排除しない
 - ☆ 短期の債券売買 コスト高

(3) 銀証分離の業態規制

- ・ 証券会社の買現先の禁止：行政指導
証券会社の買現先＝銀行の資金貸付類似業務
- ・ 空売り不可能
現先市場からの債券調達が可能

3. 現先の機能を代替した債券貸借取引

(1) 空売りの認可と債券貸借市場の創設

- ・ 大蔵省事務連絡「債券の空売り及び貸借の取り扱いについて」平成元年 9 月
空売りの認可→債券調達の必要→買現先の禁止→債券貸借市場の創設
- ・ 業態規制下における債券貸借市場の特徴
無担保の債券貸借取引
付利金利の上限設定 有担保コール無条件物出し手レート－1%
105%ルール
- ・ 信用リスクの顕在化
ベアリング証券の破綻(平成 7 年)と無担保貸借取引の縮小

(2)ローリング決済方式の導入と現金担保付債券貸借市場の創設

- ・ローリング決済方式の導入とレポ市場の整備

G30 の勧告(1989)

- ・レポ市場の創設を阻止する有価証券取引税
- ・有価証券取引税を回避した貸借形式によるレポ市場の創設
平成 8 年 4 月 現金担保付債券貸借市場の創設＝日本版レポ市場
最大の短期金融市場となる
- ・日本版レポ市場の問題点
国際標準のレポ市場ではない
担保が逆転 日本固有の解り難い取引構造

4. 現先市場の復活

(1)有価証券取引税の廃止 平成 11 年 3 月末

- ・売買形式によるレポ市場の創設が可能

(2)業態規制の撤廃

- ・証券会社の買現先自由化 平成 7 年 12 月
- ・資金取引と債券取引の一体化

(3)国際標準のレポ市場創設が可能

- ・新現先市場の創設 平成 13 年 4 月
旧現先から新現先への強制移行 平成 14 年 4 月
- ・新現先と旧現先、日本版レポの比較
- ・新現先の特徴
売買形式のレポ
リスクコントロール条項
一括清算条項

5. 新現先市場の現状

(1)レポ取引に占める新現先の比率

- ・債券レポ(現金担保付債券貸借取引)の圧倒的比重

(2)形骸化している新現先

- ・新現先の実態は旧現先が圧倒的
基本契約書は雛形 旧現先取引が可能
但し、一括清算条項のみ必須
日銀オペは新現先方式
- ・インフラ整備のコスト

日本におけるレポ市場の発展

(3)市場参加者の問題点

- ・ 現先：債券ディーラーと外人、信託銀行は参入せず
- ・ 債券レポ：信託銀行、都銀など現先と比較して広範な市場参加者

6. レポ市場の課題

(1)なぜ新現先市場なのか

- ・ 国際標準のレポ市場
- ・ 一括清算条項

(2)効率的な市場育成のためのインフラ整備

- ・ コスト軽減のための工夫
- ・ 日銀の対応
 - 「日銀への担保差入れの外部委託」 本年度中を目処
- ・ アメリカの市場から学ぶコスト軽減の工夫
 - 日銀調査論文「米国短期金融市場の最近の動向について」平成 19 年 2 月

(3)信託銀行の参入障壁について

- ・ 信託銀行
 - 債券レポ 参入
 - 新現先 参入していない
- ・ 信託勘定と新現先の基本契約書の整合性の問題

(4)市場情報の充実

- ・ 価格情報
 - 集計レポレートの問題点
 - 新たなレポ指標レート「東京レポレート」 平成 19 年 10 月
- ・ 取引実態を示す統計の整備
 - 債券レポの残高統計
 - 債券レポの市場参加者
 - S C 取引と G C 取引の残高
- ・ jargon の禁欲
 - 現金担保付債券貸借取引：日本版レポ 現担レポ 貸借レポ 債券レポ